

## 歡聚時代(YY US)

### YY Live 增速反彈，憧憬生存類遊戲直播

- ❖ **3Q17 業績和用戶數據均超預期。**公司 3Q17 收入 31 億元（人民幣·下同），同比增長 48%，較我們的預測高 13%；Non-GAAP EPS 為 10.5 元，同比增長 60%，較預期高 9%，主要受益於虎牙的高速增長及 YY Live 的增速反彈。3Q17 收入指引為 34~35 億元，較預測高 1%。此外，用戶數據表現亮眼：移動直播月活環比增長 10.4% 至 7,300 萬，流媒體直播付費用戶數重拾增長（環比增長 10.5% 至 630 萬，YY Live 及虎牙分別占~60%/40%）。看好公司精細化運營戰略：即：上游開闢年輕流量，下游下沉交互關係。
- ❖ **虎牙高增長持續，生存類遊戲直播大有可為。**虎牙直播收入同比增長 181% 至 5.5 億元，Non-GAAP 經營虧損率降至 -1.7% (vs. 2Q17 -2.4%)。近期<絕地求生> 虎牙直播觀眾已超 200 萬，部分時段已趕超<王者榮耀>，我們預計未來生存類遊戲有望再掀遊戲直播熱潮，尤其考慮最新上線/將上線的<穿越火線>、<光榮使命>等直播素材的充盈（目前單款遊戲貢獻比重均未超過 10%）。為此，我們分別上調虎牙 FY17~19E 收入預測 16%~26%，對應 CAGR 為 66%，其中付費用戶數及 ARPU 均存在較大上升空間。主播層面，公司表示頭部內容爭奪將長期持續，但公司腰部主播培養機制有望保證優增增量。考慮平臺競爭，我們預計虎牙盈虧平衡將推遲至 2018 年，但虧損收窄趨勢不變。
- ❖ **新玩法刺激 YY Live 增速反彈，憧憬年終盛典。**YY Live 直播收入同比增長 46% (vs. 2Q17 27%)，印證此前強調的新玩法“歡樂系列”對用戶增長、付費用戶數及 ARPU 的提升，受益於“歡樂鬥”、“陪我”等功能加強腰部用戶及主播互動、降低直播門檻。短視頻 3Q17 觀看量已實現倍數增長，而新的短視頻 App 將會持續引入垂直類、實用型、互動性強的內容。此外，公司改變藍鑽功能、增加中小主播分成以支持尾部健康發展，預計 4Q17 毛利率將和 3Q17 相近。未來公司將持續通過內容革新下沉交互關係（e.g. AR 玩法）。我們分別上調整體收入 FY17/18/19E 收入預測 4%/8%/11%，但均下調毛利率預期 0.3/0.5/0.7 個百分點，以反映中小主播扶持機制下毛利率的攤薄。
- ❖ **內容版權問題基本可控。**有關近期網易與虎牙訴訟問題，一審判決對虎牙較不利，但管理層表示該案例對虎牙影響有限：1) 該案例為三年前事件，起因源於直播網易遊戲中插入其他遊戲廣告，而非單純版權限制；2) 網易表示對遊戲直播持開放及包容心態，且公司已和網易交涉（對方較積極）。我們認為未來直播和遊戲深度結合會是大趨勢，而雙方態度亦反映該風險基本可控。
- ❖ **上調目標價至 US\$141.3，維持買入評級。**基於 3Q17 超預期業績、同時考慮虎牙直播受益於生存射擊類遊戲熱潮，我們分別上調 FY17/18/19E EPS 預測 4%/4%/6%。目標價由 US\$108.7 上調至 US\$141.3，對應 2018 財年 18x PE，基於 SOTP 估值：1) YY Live (14x PE FY18)；2) 虎牙每股估值為 17.4 美元（參考鬥魚估值，對應 2.1x FY18 PS）。重申「買入」評級。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	5,897	8,204	11,472	14,738	17,709
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	1,219	1,681	2,442	3,052	3,745
調整後 EPADS (人民幣)	21.18	27.65	40.16	50.20	61.58
EPADS 變動 (%)	12%	31%	45%	25%	23%
市盈率 (x)	33.5	25.7	17.7	14.1	11.5
市帳率 (x)	11.5	7.5	5.1	3.7	2.7
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	32%	36%	37%	33%	30%
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

#### 買入 (維持)

目標價	US\$141.3
(此前目標價)	US\$108.7
潛在升幅	+31.7%
當前股價	US\$107.2

#### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### TMT 行業

市值 (百萬美元)	6,760
3 月平均流通量 (百萬美元)	137.7
5 周內股價高/低 (美元)	117/38
總股本 (百萬)	60.5

資料來源：彭博

#### 股東結構

Li Xueling	17.3%
T Rowe Price Group	4.7%
Blackrock	4.0%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	15.6%	11.5%
3-月	45.5%	34.8%
6-月	100.7%	73.0%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.yy.com

## 3Q17 業績和用戶數據均超預期

公司 3Q17 收入 31 億元（人民幣·下同），同比增長 48%，較我們的預測高 13%；Non-GAAP EPS 為 10.5 元，同比增長 60%，較預期高 9%，主要受益於虎牙的高速增長及 YY Live 的增速反彈。3Q17 收入指引為 34~35 億元，較我們的預測高 1%，但較市場一致預測高 7%。

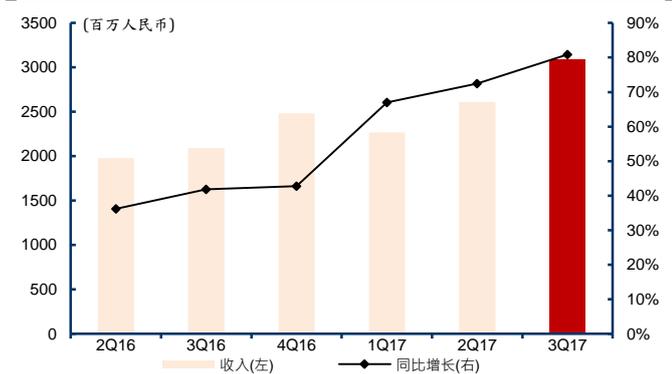
此外，用戶數據表現亮眼：移動直播月活環比增長 10.4% 至 7,300 萬（YY Live 和虎牙約各占一半），流媒體直播付費用戶數重拾增長（環比增長 10.5% 至 630 萬，YY Live 及虎牙分別占~60%/40%）。看好公司精細化運營戰略：即：上游開關年輕流量，下游下沉交互關係。

圖 1: 季度財務概覽

(百万人民币)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17 YoY	3Q17 QoQ
<b>收入</b>	<b>1,981</b>	<b>2,090</b>	<b>2,484</b>	<b>2,267</b>	<b>2,609</b>	<b>3,092</b>	<b>48%</b>	<b>19%</b>
<b>收入结构细分</b>								
直播	1,661	1,790	2,218	2,057	2,373	2,872	60%	21%
游戏	188	150	125	140	154	122	-18%	-21%
会员	72	69	75	45	52	49	-28%	-5%
其他	59	81	66	24	29	49	-39%	67%
<b>平台细分</b>								
YY Live	1,838	1,893	2,145	1,868	2,148	2,509	33%	17%
虎牙	143	197	339	399	461	584	196%	26%
销售成本	(1,208)	(1,275)	(1,560)	(1,377)	(1,563)	(1,889)	48%	21%
<b>毛利</b>	<b>772</b>	<b>815</b>	<b>925</b>	<b>890</b>	<b>1,046</b>	<b>1,203</b>	<b>48%</b>	<b>15%</b>
毛利率	39%	39%	37%	39%	40%	39%	+0ppts	-1ppts
研发费用	(172)	(163)	(160)	(166)	(167)	(166)	2%	-1%
研发/收入比重	-9%	-8%	-6%	-7%	-6%	-5%		
销售费用	(89)	(109)	(112)	(89)	(204)	(249)	129%	22%
销售/收入比重	-4%	-5%	-4%	-4%	-8%	-8%		
行政费用	(90)	(103)	(206)	(77)	(105)	(145)	41%	38%
行政/收入比重	-5%	-5%	-8%	-3%	-4%	-5%		
<b>经营利润</b>	<b>444</b>	<b>473</b>	<b>622</b>	<b>617</b>	<b>599</b>	<b>661</b>	<b>40%</b>	<b>10%</b>
其他收益(费用)	(33)	(3)	31	8	69	44	-1466%	-37%
税前利润	411	470	653	625	669	705	50%	5%
所得税	(75)	(70)	(86)	(89)	(101)	(75)	7%	-26%
非控制股东权益	7	0	5	7	5	6	1902%	5%
<b>净利润</b>	<b>343</b>	<b>400</b>	<b>572</b>	<b>543</b>	<b>574</b>	<b>636</b>	<b>59%</b>	<b>11%</b>
<b>NonGAAP 净利润</b>	<b>385</b>	<b>436</b>	<b>599</b>	<b>566</b>	<b>597</b>	<b>639</b>	<b>47%</b>	<b>7%</b>
NonGAAP 净利润率	19%	21%	24%	25%	23%	21%	+0ppts	-2ppts

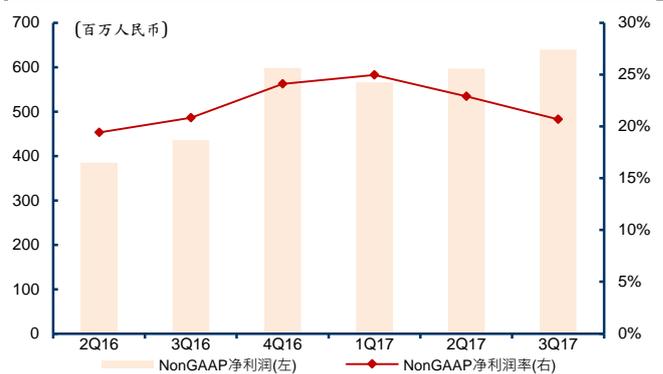
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 季度收入及增速



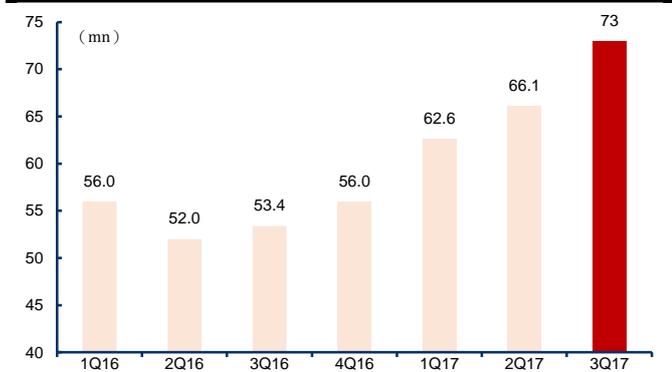
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 移動直播月活增長



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 直播付費用戶增長



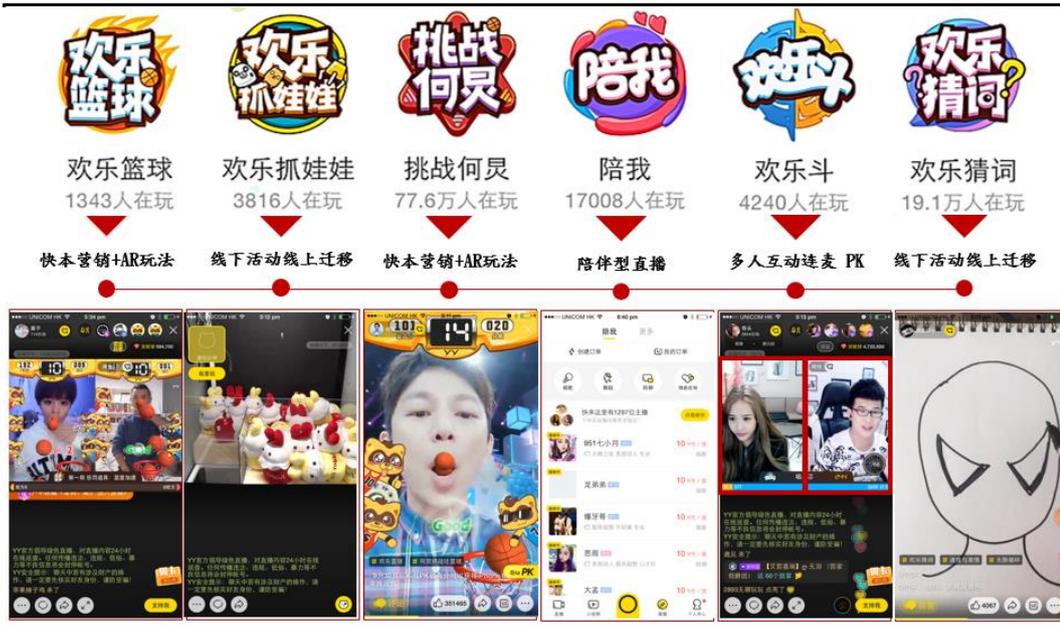
資料來源：公司，招銀國際研究

## 新玩法刺激 YY Live 增速反彈

YY Live 直播收入同比增長 46% (vs. 2Q17 27%)，印證此前強調的新玩法“歡樂系列”對用戶增長、付費用戶數及 ARPU 的提升，受益於“歡樂鬥”、“陪我”等功能加強腰部用戶及主播互動、降低直播門檻。短視頻 3Q17 觀看量已實現倍數增長，而新的短視頻 App 將會持續引入垂直類、實用型、互動性強的內容。

此外，公司改變藍鑽功能、增加中小主播分成以支持尾部健康發展，預計 4Q17 毛利率將和 3Q17 相近。未來公司將持續通過內容革新下游下沉交互關係 (e.g. AR 玩法)。我們分別上調整體收入 FY17/18/19E 收入預測 4%/8%/11%，但均下調毛利率預期 0.3/0.5/0.7 個百分點，以反映中小主播扶持機制下毛利率的攤薄。

圖 6: YY Live“快本玩法”系列



資料來源：應用截圖、招銀國際研究

圖 7: “歡樂系列”在加強用戶互動的同時開拓新玩法變現渠道



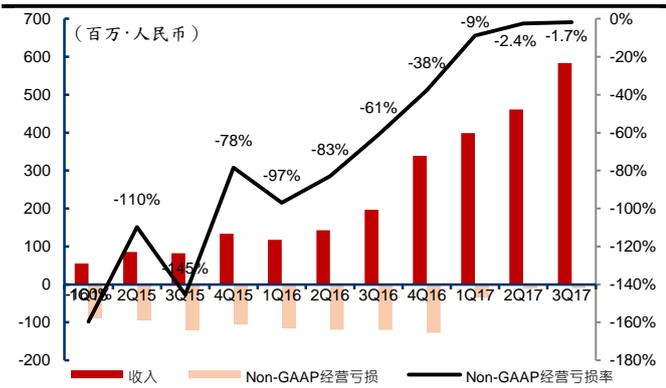
資料來源：應用截圖、招銀國際研究

## 虎牙高增長持續，生存類遊戲直播大有可為

虎牙直播收入同比增長 181%至 5.5 億元, Non-GAAP 經營虧損率降至 -1.7%(vs. 2Q17 -2.4%)。近期<絕地求生>虎牙直播總觀眾已超 200 萬, 部分時段已趕超<王者榮耀>, 我們預計未來生存類遊戲有望再掀遊戲直播熱潮, 尤其考慮最新上線/將上線的<穿越火線: 荒島特訓>、<光榮使命>等直播素材的充盈。其中, <穿越火線>上線不足一周, 單房間觀眾高峰超過 100 萬。

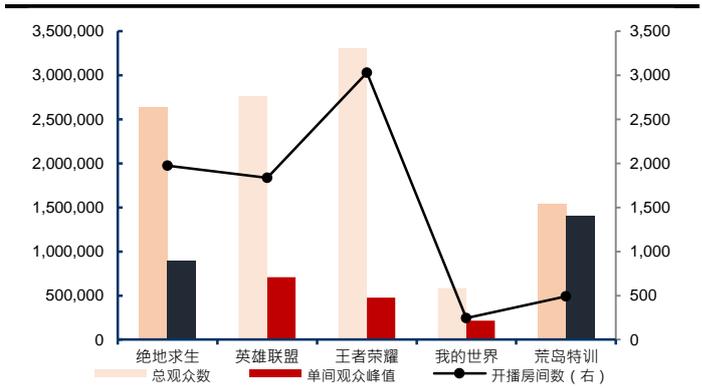
為此, 我們分別上調虎牙 FY17-19E 收入預測 16%~26%, 對應 CAGR 為 66%, 其中付費用戶數及 ARPU 均存在較大上升空間 (目前均低於 YY Live)。主播層面, 公司表示頭部內容爭奪將長期持續, 但公司腰部主播培養機制有望保證優增增量。考慮平臺競爭, 我們預計虎牙盈虧平衡將過渡至 2018 年, 但虧損收窄趨勢不變。

圖 8: 虎牙收入攀升、虧損收窄



資料來源：公司、招銀國際研究

圖 9: 虎牙頭部遊戲觀看數量



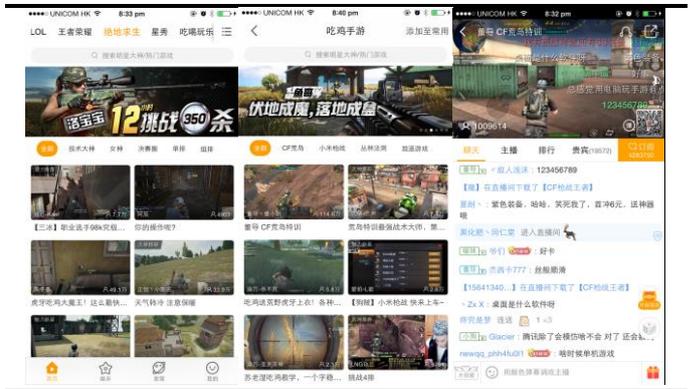
資料來源：虎牙 (數據取自 2017/11/19)、招銀國際研究

圖 10: <荒野特訓>單房間觀眾高峰超過 100 萬



資料來源：虎牙 (數據取自 2017/11/19)、招銀國際研究

圖 11: 虎牙直播生存類系列遊戲



資料來源：虎牙、招銀國際研究

## 財務預測

3Q17 毛利率環比下滑 1 個百分點，歸因于公司改變藍鑽功能、增加中小主播分成以支持尾部主播健康發展。管理層表示未來短期幾個季度毛利率將和 3Q17 相近。經營效率優化下，研發和行政費用率持續減少，以抵消營銷費用率的輕微上揚。

基于 3Q17 超預期業績、同時考慮虎牙直播受益于生存射擊類遊戲熱潮，我們分別上調虎牙 FY17~19E 收入預測 16%~26%，至 22.9/42.1/61.1 億元。考慮 YY Live 增速回升，略微上調公司 FY17/18/19E 收入預測 1.7%/2.2%/2.2%，至 91.9/105.3/116.0 億元。

整體而言，我們分別上調整體收入 FY17/18/19E 收入預測 4%/8%/11%，但下調毛利率預測 0.3/0.5/0.7 個百分點，至 39.2%/39.5%/39.8%，以反映中小主播扶持機制下毛利率的攤薄。對應 FY17/18/19E EPS 變化為+4%/4%/6%。

圖 12: 盈利預測變化

	收入(百万人民币)			调整后净利润(百万人民币)			EPS (人民币)		
	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动
FY17E	11,011	11,472	4%	2,359	2,442	4%	38.80	40.16	4%
FY18E	13,650	14,738	8%	2,946	3,052	4%	48.45	50.20	4%
FY19E	15,905	17,709	11%	3,535	3,745	6%	58.14	61.58	6%

資料來源：招銀國際預測

圖 13: 細分業務財務預測

(百万人民币)	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
<b>YY Live</b>					
收入	5,541	7,407	9,187	10,525	11,599
Non-GAAP 经营利润	1,753	2,433	2,781	3,349	3,839
Non-GAAP 经营利润率	32%	33%	30%	32%	33%
<b>虎牙</b>					
收入	356	797	2,285	4,214	6,110
Non-GAAP 经营利润	(406)	(480)	(69)	59	362
Non-GAAP 经营利润率	-114%	-60%	-3%	1%	6%

資料來源：公司，招銀國際預測

**利潤表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>5,897</b>	<b>8,204</b>	<b>11,472</b>	<b>14,738</b>	<b>17,709</b>
直播	4,540	7,027	10,623	14,026	17,087
游戏	772	634	520	427	350
会员	291	285	199	169	156
其他	294	258	129	116	116
销售成本	(3,580)	(5,103)	(6,980)	(8,912)	(10,662)
<b>毛利</b>	<b>2,318</b>	<b>3,101</b>	<b>4,492</b>	<b>5,826</b>	<b>7,047</b>
销售费用	(313)	(387)	(829)	(1,055)	(1,242)
行政费用	(358)	(482)	(470)	(593)	(700)
研发费用	(549)	(675)	(706)	(885)	(1,043)
其他	65	239	125	-	-
<b>经营利润</b>	<b>1,162</b>	<b>1,795</b>	<b>2,612</b>	<b>3,293</b>	<b>4,061</b>
利息收入	138	67	83	74	76
其他收入	(137)	(78)	(27)	1	1
<b>税前利润</b>	<b>1,163</b>	<b>1,784</b>	<b>2,668</b>	<b>3,368</b>	<b>4,138</b>
所得税	(178)	(281)	(347)	(438)	(538)
非控制股东权益	49	21	21	7	5
<b>净利润</b>	<b>1,033</b>	<b>1,524</b>	<b>2,342</b>	<b>2,937</b>	<b>3,606</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>1,219</b>	<b>1,681</b>	<b>2,442</b>	<b>3,052</b>	<b>3,745</b>

来源:公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流动资产</b>	<b>3,698</b>	<b>3,815</b>	<b>2,126</b>	<b>2,126</b>	<b>2,126</b>
物业、厂房及设备	843	839	925	925	925
长期投资	568	919	919	919	919
无形资产	146	59	59	59	59
其他	2,141	1,999	224	224	224
<b>流动资产</b>	<b>3,630</b>	<b>5,970</b>	<b>7,691</b>	<b>10,644</b>	<b>14,264</b>
现金及现金等价物	929	1,580	3,805	6,680	10,197
定期存款	2,299	3,754	3,326	3,403	3,507
应收账款	132	170	190	190	190
预付款项	148	225	225	225	225
其他	122	243	146	146	146
<b>流动负债</b>	<b>1,384</b>	<b>4,690</b>	<b>2,314</b>	<b>2,314</b>	<b>2,314</b>
借债	-	-	-	-	-
应付账款	130	137	137	137	137
应付税项	107	141	141	141	141
预提支出及其它负债	682	1,066	1,458	1,458	1,458
其他应付款项	465	3,347	578	578	578
<b>非流动负债</b>	<b>2,635</b>	<b>34</b>	<b>64</b>	<b>80</b>	<b>94</b>
可转债	2,597	-	-	-	-
其他	38	34	64	80	94
<b>净资产总值</b>	<b>3,309</b>	<b>5,062</b>	<b>7,439</b>	<b>10,376</b>	<b>13,982</b>
股东权益	3,301	5,056	7,433	10,370	13,976
少数股东权益	8	6	6	6	6

来源:公司及招銀國際研究部預測

## 現金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	998	1,512	2,342	2,937	3,606
折旧和摊销	186	275	214	241	273
营运资金变动	376	476	(20)	-	-
税务开支	(185)	(255)	(347)	(438)	(538)
其他	460	414	447	553	677
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,836</b>	<b>2,421</b>	<b>2,636</b>	<b>3,293</b>	<b>4,018</b>
<b>购置固定资产、无形资产及土地</b>	<b>(271)</b>	<b>(232)</b>	<b>(325)</b>	<b>(418)</b>	<b>(502)</b>
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(790)	(1,551)	(86)	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,061)</b>	<b>(1,783)</b>	<b>(411)</b>	<b>(418)</b>	<b>(502)</b>
长期负债变化	(337)	11	-	-	-
购买普通股的付款	0	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(337)</b>	<b>11</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>454</b>	<b>651</b>	<b>2,225</b>	<b>2,876</b>	<b>3,516</b>
年初现金及现金等价物	475	929	1,580	3,805	6,680
汇兑	16	2	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>929</b>	<b>1,580</b>	<b>3,805</b>	<b>6,680</b>	<b>10,197</b>
受限制现金	-	-	-	-	-
<b>资产负债表上的现金</b>	<b>929</b>	<b>1,580</b>	<b>3,805</b>	<b>6,680</b>	<b>10,197</b>

來源: 公司及招銀國際研究部預測

## 主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
直播	77.0	85.7	92.6	95.2	96.5
游戏	13.1	7.7	4.5	2.9	2.0
会员	4.9	3.5	1.7	1.2	0.9
其他	5.0	3.1	1.1	0.8	0.7
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增长 (%)</b>					
收入	60.3	39.1	39.8	28.5	20.2
毛利	26.7	33.8	44.9	29.7	21.0
经营利润	7.7	54.5	45.5	26.1	23.3
净利润	(2.9)	47.5	53.7	25.4	22.8
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	39.3	37.8	39.2	39.5	39.8
税前利率	19.7	21.7	23.3	22.8	23.4
净利润率	17.5	18.6	20.4	19.9	20.4
调整后净利润率	20.7	20.5	21.3	20.7	21.1
有效税率	(15)	(16)	(13)	(13)	(13)
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	2.6	1.3	3.3	4.6	6.2
平均应收账款周转天数	8.2	7.5	6.0	4.7	3.9
平均应付帐款周转天数	13.2	9.8	7.2	5.6	4.7
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	32.3	36.4	37.5	33.0	29.6
资产回报率	14.6	17.8	23.9	26.0	24.7
<b>每股数据</b>					
每ADS盈利(人民币)	21.2	27.6	40.2	50.2	61.6
每ADS股息(人民币)	-	-	-	-	-
每ADS账面值(人民币)	54.4	83.2	122.3	170.6	229.9

來源: 公司及招銀國際研究部預測

## 估值預測

考慮公司已宣布虎牙明年將于香港上市，為更好的反映虎牙價值，我們採用 SOTP 方法作為首選估值方法，輔之 DCF 作為交叉檢驗。

### (1) SOTP 估值

基于 EPS 調整及更為樂觀的前景展望，我們將目標價由 US\$108.7 上調至 US\$141.3，對應 2018 財年 18x PE，基于 SOTP 估值：1) YY Live (1x PEG, 14x PE FY18)；2) 虎牙每股估值為 17.4 美元 (參考鬥魚估值 12 億美元，對應 2.1x FY18 PS)。重申「買入」評級。

圖 14: 公司 SOTP 估值

SOTP					估值	
(百万人民币)	FY18收入	调整后净利润率	净利润	PEG	持股	估值
YY Live	10,525	27%	2,842	1x PEG	100%	39,784
虎牙			参考斗鱼估值		85%	7,016
<b>总计</b>	<b>10,525</b>		<b>2,842</b>			<b>46,799</b>
(+) 净现金						10,083
股本价值						56,883
<b>目标价 (美元)</b>						<b>141.3</b>

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 15: 細分板塊估值比較

	股票代码	货币	股价	市值 (亿美元)	调整后净利润率 FY18E	PE		
						FY17	FY18	FY19
<b>广告</b>								
Facebook	FB US	USD	179.0	5,224	42%	25.5	24.6	19.7
Twitter	TWTR US	USD	20.8	154	13%	50.5	46.2	41.2
新浪	SINA US	USD	106.4	76	15%	36.5	25.5	19.7
微博	WB US	USD	115.7	253	37%	68.4	42.6	29.8
猎豹移动	CMCM US	USD	10.9	16	10%	27.3	18.6	13.3
<b>平均</b>					<b>23%</b>	<b>41.6</b>	<b>31.5</b>	<b>24.7</b>
<b>直播</b>								
陌陌	MOMO US	USD	31.2	62	27%	19.4	13.9	10.8
天鸽互动	1980 HK	HKD	6.3	10	35%	17.9	14.8	11.8
<b>平均</b>					<b>31%</b>	<b>18.6</b>	<b>14.4</b>	<b>11.3</b>
<b>会员服务</b>								
Match	MTCH US	USD	28.8	79	22%	36.0	26.1	22.2
<b>平均</b>					<b>22%</b>	<b>36.0</b>	<b>26.1</b>	<b>22.2</b>
<b>游戏</b>								
腾讯	700 HK	HKD	403.4	4,906	26%	50.1	38.5	29.9
网易	NTES US	USD	367.5	478	24%	23.8	20.4	17.3
金山软件	3888 HK	HKD	20.9	35	22%	19.4	13.8	11.0
IGG	799 HK	HKD	9.5	16	28%	9.1	7.4	6.9
畅游	CYOU US	USD	36.8	19	29%	14.6	10.9	10.6
<b>平均</b>					<b>26%</b>	<b>23.4</b>	<b>18.2</b>	<b>15.1</b>

資料來源：彭博

圖 16: 同業估值比較

公司	股票代码	货币	股价	市值 (百万美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG	
					FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E			
騰訊	Tencent	700 HK	HKD	403.4	491,265	6.8	8.9	11.4	50.1	38.5	29.9	30%	1.30
阿里巴巴	Alibaba	BABA US	USD	185.1	474,146	33.3	43.6	54.8	36.8	28.1	22.4	28%	0.99
百度	Baidu	BIDU US	USD	239.3	82,757	56.2	60.9	78.4	28.2	26.0	20.2	18%	1.43
Facebook	Facebook	FB US	USD	179.0	522,398	7.0	7.3	9.1	25.5	24.6	19.7	14%	1.79
陌陌	Momo	MOMO US	USD	31.2	6,155	1.6	2.2	2.9	19.4	13.9	10.8	34%	0.41
新浪	Sina	SINA US	USD	106.4	7,609	2.9	4.2	5.4	36.5	25.5	19.7	36%	0.71
微博	Weibo	WB US	USD	115.7	25,303	1.7	2.7	3.9	68.4	42.6	29.8	52%	0.83
<b>平均</b>	<b>Average</b>								<b>37.9</b>	<b>28.5</b>	<b>21.8</b>		<b>1.06</b>

資料來源：彭博

風險因素：1) 生存類遊戲直播監管風險；2) 新功能、新產品等後期推廣不及預期；3) 直播營收集集中度較高，新品補充效應待釋放；4) 直播領域的主播爭奪。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。